

una pérdida apreciable de la fracción del ingreso ahorrado en esta forma. No obstante, tampoco se observa la tendencia, que sería deseable, consistente en un aumento sostenido de dicha relación.

5. La ausencia de un incremento en el flujo de ahorro doméstico en términos reales requerido para financiar las crecientes inversiones que demanda una economía en desarrollo, ha llevado al país a depender cada vez más del ahorro externo para subsanar esta deficiencia. Así, en el período que se estudia, el ahorro financiero externo ha pasado de representar un 22,4% del ahorro financiero total en 1962, a un 38,2% en 1973. Correlativamente el ahorro familiar, que en 1962 representaba un 77,2% del total de ahorro financiero, pasó a ser solamente un 56,5% en 1973.

6. Se observa la existencia de una alta elasticidad de algunos segmentos del ahorro financiero a la tasa de interés. Es este el caso de los depósitos de ahorro, que al elevarse su tasa de interés en forma sensible, pasaron a representar un 18% de los recursos financieros totales en 1972, en contraposición a un 11% en el año anterior. Ese mismo fenómeno se observa para este y otros activos financieros a través del período estudiado. Al considerar lo

anterior, conjuntamente con la relativa estabilidad en la relación ahorro financiero sobre producto interno bruto, se puede establecer tentativamente la hipótesis de la existencia de una baja elasticidad del ahorro financiero doméstico total a la tasa de interés; en este caso, la relativamente alta elasticidad de algunos activos financieros a variaciones en las tasas de interés podría explicarse en parte por transferencia de fondos entre dichos activos.

7. Siendo que las exenciones tributarias elevan el rendimiento de activos financieros con este tratamiento favorable, la canalización de recursos para determinados sectores dependía más de alicientes tributarios que de variables que debieran determinar eficientemente la oferta de recursos para inversión. Esta situación ha sido en parte corregida a partir de 1974, cuando se eliminaron gran parte de las exenciones impositivas existentes anteriormente.

8. La dispersión en las tasas de interés, debida a la fijación de las mismas por parte de la autoridad monetaria y a la existencia de un tratamiento tributario discriminatorio entre los diferentes instrumentos, ha sido igualmente atenuada a partir del año pasado.

## LA POLITICA FINANCIERA COMO UN INSTRUMENTO DE LA POLITICA DE DESARROLLO. EL CASO DE COREA

POR MORRIS HARF \*

### Consideraciones generales

La discusión sobre la política de tasas de interés en países en vías de desarrollo se ha centrado en el papel que ellas desempeñan sobre los préstamos, o sea, la función de regular el costo y la disponibilidad del crédito. Pero la tasa de interés tiene otros aspectos diferentes a los puramente monetarios. Ultimamente, también se le ha considerado como la "tasa social de descuento", para determinar la asignación óptima de ingresos entre consumo e inversión y como un mecanismo de racionalización para la asignación eficiente entre inversiones alternativas. Por lo tanto, la política de tasas de interés debe conciliar objetivos que pueden ser con-

flictivos entre tasas que sean apropiadas para una canalización adecuada de las inversiones y al mismo tiempo estimular el ahorro.

Desde el punto de vista de los ahorros, lo que se quiere es aumentar su volumen, como un requisito indispensable para el crecimiento económico. Sin embargo, el argumento de la eficiencia de las tasas de interés para estimular el ahorro admite algunas discusiones. Por ejemplo, Houthakker expresa que "el escepticismo se deriva del hecho de no poder determinar una relación causal entre las tasas de interés y el nivel agregado de ahorros, de acuerdo con el concepto de cuentas nacionales, o inclusive

\* Del Banco de la República.



entre tasas de interés y ahorro financiero" (1). La evidencia econométrica en estudios empíricos analizados por el mismo autor demuestra que el nivel, distribución y la tasa de crecimiento del ingreso disponible, la riqueza, niveles de precios, industrialización, y el grado de urbanización son más influyentes que la tasa de interés para explicar variaciones en las relaciones ahorro-ingreso.

Dado que el capital es un bien escaso, debería haber un incentivo para el ahorro y además un mecanismo para la asignación eficiente entre usos alternativos. Estas dos funciones pueden ser logradas por medio de una política de tasas de interés. No obstante, ni siquiera un mercado de capitales perfectamente competitivo garantiza un nivel óptimo de ahorro o un patrón de inversiones deseable socialmente. En países en desarrollo, en donde los mercados de capitales son aún menos perfectos, la estructura y el nivel de las tasas de interés en el caso de estar determinadas por el libre juego de la oferta y la demanda, no necesariamente reflejan el verdadero costo del capital.

Inclusive los modelos que tratan de determinar una tasa de interés "sombra" (productividad marginal del capital en una situación óptima en que se ha considerado el costo de oportunidad) no se pueden aplicar para los países en vías de desarrollo ya que no existe un costo del dinero, dada la gran fragmentación del mercado de capitales.

No hay un criterio *a priori* para determinar las tasas de interés ya que estas son más bien instrumentos y no metas de la política económica. Las tasas de interés deben ser consideradas en función de los objetivos de política, dependiendo de que se les quiera utilizar para incentivar ahorros financieros o como instrumentos de política crediticia.

Como una primera conclusión se podría decir que las tasas de interés deben lograr un equilibrio entre sus múltiples funciones. Si se observan los ahorros, una gran proporción de los de carácter financiero no responde al nivel de la tasa de interés (positiva o negativa en términos reales) sino a factores como: la ilusión monetaria, la demanda por efectivo, el mercado cautivo de documentos del gobierno, etc.

Los cambios en las tasas de interés que afectan el nivel de ahorro financiero y por lo tanto su efecto sobre el nivel de ahorro real, se pueden determinar solo en función del crecimiento de los medios de pago. Los cambios en la tasa de interés para ciertos documentos pueden modificar la forma del ahorro sin alterar el nivel agregado del mismo.

Lo que se logra de esta manera es canalizar recursos hacia ciertos sectores o actividades dentro de la economía. Pero el objetivo debería ser el de

aumentar el nivel agregado de ahorros.

Uno de los argumentos en favor del aumento en el nivel de las tasas de interés en el mercado de capitales, es el de que en el mercado paralelo (extrabancario) existen tasas que en algunos países en desarrollo sobrepasan en más de un 50% el nivel promedio a las del mercado institucionalizado. Algunos autores sostienen que el nivel de esas tasas se acerca a lo que se ha denominado el precio "sombra", o la "productividad marginal del capital", ya que su determinación no está condicionada por factores de intervención de la autoridad monetaria. Sin embargo, a mi juicio, lo que esto demuestra, especialmente en países en desarrollo, es el fraccionamiento del mercado de capitales, la limitación al acceso a dichos mercados, y aún más importante, son los factores riesgo y liquidez que inciden en la determinación de esas tasas de interés.

Se ha mencionado antes que las tasas de interés deben ser instrumentos para lograr ciertos objetivos de la política económica; para incentivar ahorros, como instrumentos de la política crediticia o un equilibrio entre ambos objetivos. Ronald McKinnon en su libro "Money and Capital in Economic Development", analiza las experiencias de varios países en el uso de la tasa de interés en función del objetivo para el incentivo de los ahorros.

Desde el punto de vista del objetivo ahorro, es importante tener en cuenta los países que McKinnon analizó en su libro. He escogido el caso de Corea, ya que he podido obtener bastante bibliografía que puede contrastar con el análisis hecho por McKinnon. Así como se tiene el ejemplo de Corea, en el que se incentivó el ahorro con tasas altas de interés, se conoce también el caso de Malasia y Singapur, en donde se promovió la inversión mediante tasas moderadas de interés.

### El caso de Corea

En septiembre de 1965 el gobierno de Corea promulgó una reforma financiera con el fin de dinamizar el mercado de capitales. Uno de los mecanismos más importantes que se utilizó fue el de elevar las tasas de interés, con el objeto de aumentar el ahorro interno.

En 1960, el ahorro interno representaba el 2,4% del Producto Nacional, mientras que el ahorro externo que complementaba el esfuerzo de formación de capital en la economía, representaba el 8,5%

(1) H. S. Houthakker, "On some determinants of saving in Developed and Under-Developed Countries" Problems in Economic Development, ed. by E. A. G. Robinson (London, 1965) p. 222.



del Producto. Para 1965 esa proporción era 8,7% y 6,5, respectivamente.

#### Objetivos de la reforma financiera de septiembre de 1965 (2)

Los objetivos de la reforma financiera fueron los de aumentar las tasas sobre depósitos y créditos, a niveles reales con el objeto de reflejar el "verdadero costo de capital" (3); aumentar los ahorros monetarios privados voluntarios, ofreciendo tasas reales de interés; promover la asignación óptima de los recursos productivos; ayudar a reformar la política de crédito, de controles directos y específicos a instrumentos globales; atraer recursos del mercado extrabancario hacia los intermediarios financieros; promover el autofinanciamiento de las empresas.

El 30 de septiembre de 1965 la Junta Monetaria de Corea aumentó los topes a la tasa de interés sobre depósitos, préstamos, descuentos de la banca comercial e instituciones financieras especializadas (4), secciones fiduciarias, ahorro postal y fondos estatales. El Banco de Corea anunció un aumento en las tasas sobre préstamos y descuentos, aumentando la tasa básica de 10,5% a 21%. Simultáneamente se eliminó el sistema de controles cuantitativos directos (topes de cartera, inversiones forzosas) y la multa sobre inversiones en exceso de los topes permitidos.

La tasa máxima sobre depósitos fue fijada en 2,5% al mes, tasa más alta que los rendimientos sobre bonos del gobierno —19,5% por año— pero más baja que la del mercado extrabancario (4%-5%).

Se hicieron estudios para determinar la tasa que debería fijarse para los préstamos y descuentos de las instituciones financieras, con el fin de tratar de estimar la elasticidad de demanda —costo de los créditos. Sobre la base de estudios de la estructura de costos de varias empresas, se determinó que si las tasas de interés sobre préstamos se fijaban en promedio en el 26% anual, no se aumentaban los costos, teniendo en cuenta que podría haber una traslación de la demanda del mercado extrabancario hacia el de los intermediarios financieros. De esta forma se podría esperar inclusive una reducción en los costos financieros en el largo plazo. Se consideró que el margen de utilidad de las empresas era de 20% anual y suponiendo que el aumento en el nivel de los precios pudiera reducirse a una tasa anual entre 7% y 10%, una tasa de interés sobre los préstamos del 26% en promedio, y un tope del 36% para intereses de mora, sería razonable (ver cuadro 1).

Como se observa en el cuadro sobre estructuras de las tasas de interés, el margen para los bancos era muy bajo y dado que el volumen de crédito para exportaciones e importaciones era de más del 40% del total de préstamos y descuentos de los bancos comerciales a una tasa del 6,5%, el Banco Central de Corea tuvo que otorgar un rendimiento del 3,5% sobre las reservas de encaje correspondientes a depósitos de ahorro y a término, con el fin de compensar el costo de capital para los bancos.

Posteriormente y hasta junio de 1969, se fueron haciendo ajustes a las tasas de interés, pero más bien de carácter marginal, sin alterar la condición del objetivo básico de ofrecer al ahorrador altos rendimientos sobre su capital.

Es conveniente comentar que teniendo Corea una estrategia de desarrollo basada en el fomento de las exportaciones, el subsidio que se otorga a estas y también a las importaciones a través de tasas diferenciales de interés, es absorbido por el resto de los sectores económicos, a quienes se les aplican tasas que cubren los costos financieros, además del rendimiento que el Banco Central paga sobre reservas de encaje.

En Corea, con la reforma financiera de 1965, a través de la tasa de interés se quiso, por un lado, incentivar el ahorro financiero (tasas altas de interés sobre depósitos) y promover las exportaciones (otorgando créditos con tasas subsidiadas de interés).

Con el fin de determinar la elasticidad del ahorro a las tasas de interés, es necesario establecer cada uno de los componentes del ahorro nacional y medir sus elasticidades.

El ahorro nacional se compone de ahorro del gobierno, empresas, familias y externo.

El cuadro composición del ahorro y el gráfico demuestran lo que ha sido la composición del ahorro desde 1960 a 1972. El ahorro externo hasta 1964 representaba más del 50% del ahorro total, mientras que el ahorro de familias era mínimo y en algunos años, inclusive, negativo.

El ahorro de las empresas se ha mantenido estable como porcentaje del ahorro total, lo que quiere decir que ha venido creciendo con el crecimiento del ahorro total.

(2) S. Kanasa - Thasan. "Stabilizing an Economy — A Study of the Republic of Korea" IMF, Staff Papers, Vol. XVI (1969) p.p. 1-26.

(3) Decreto de septiembre 30 de 1965.

(4) Incluye: Banco de Reconstrucción de Corea, Federación Nacional de Cooperativas Agrícolas, el Banco para la Industria Mediana, y el Banco Nacional del Pueblo.

En el estudio de Charles Frank (5) que se publicará próximamente, con relación al ahorro de empresas dice: "Para el ahorro de empresas, la elasticidad promedio con relación a la tasa de interés fue de 0,34 para el período de análisis (1960-1970). La tasa de inflación no parece ser una variable explicatoria significativa. Pareciera que en Corea el ahorro de las empresas depende de la tasa nominal de interés y no de la tasa real. La razón puede estar dada por el hecho de que aunque la inflación reduce los costos financieros en términos reales, esto puede estar

asociado con aumentos en las utilidades, que a su vez tienen un efecto positivo en el ahorro y en la inversión de las empresas". Además, hay que tener en cuenta que en Corea los sueldos y salarios no aumentan en la misma proporción que el aumento en el costo de la vida, por el débil poder de negociación de los sindicatos.

(5) Frank, Charles et. al. "Foreign trade Regimes and Economic Development-Korea" "NBER", Columbia University Press, a publicarse 1975. P. 51 provisional.

CUADRO 1  
Corea: estructura de tasas de interés de instituciones financieras  
Septiembre 30 1965 — Junio 1969

	Antes de Sep. 1965	Sep. 30 1965	Dic. 1 1965	Oct. 1 1968	Junio 1969	Agosto 3 (b) 1972
(Porcentajes anuales)						
Tasas sobre préstamos						
<b>Banco Central de Corea</b>						
Para exportaciones y externos .....	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	
Para arroz .....	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	
Documentos comerciales - redescuento...	11.5	11.5	28.0	28.0	22.0	11.0
Otros documentos - redescuento .....	13.5	13.5	28.0	25.2	26.0	
<b>Bancos Comerciales</b>						
Para exportaciones .....	6.5	6.5	6.5	6.0	6.0	
Para importaciones .....	—	—	—	6.0	6.0	
Cartera ordinaria .....	14.0	24.0	24.0	26.0	24.6	15.5
Otros documentos .....	16.0	26.0	26.0	25.2	24.0	
Sobregiros .....	18.0	26.0	26.0	28.0	26.0	
Mora .....	20.0	36.5	36.5	36.5	36.5	
<b>Cooperativas Agrícolas</b>						
Arroz .....	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	
Cartera ordinaria .....	16.0	26.0	26.0	25.2	24.0	
Agricultura y forestación .....	16.0	23.0	23.0	25.2	24.0	
Empresas cooperativas .....	9.1	12.2	12.2	12.2	12.2	
Tasas sobre depósitos						
<b>Depósitos a término</b>						
3 meses .....	9.0	18.0	18.0	14.4	12.0	
6 meses .....	12.0	24.0	24.0	19.2	16.8	12.0
12 meses .....	15.0	26.4	26.4	25.2	22.8	
Sobre más de 18 meses .....	15.0	30.0	30.0	(a)	—	
<b>Depósitos de Ahorro</b>						
Asociación Nacional de Ahorro .....	16.8	30.0	30.0	25.2	22.8	
A plazos .....	10.0	30.0	30.0	25.0	23.0	
Corto plazo - Ahorros .....	3.6	7.2	7.2	12.0	9.6	

Fuente: Tomado de varios documentos. (a) Depósitos de más de 18 meses fueron eliminados oct. 1/68. (b) Decreto de "Emergencia para la estabilización económica".

El ahorro financiero de familias, sí es elástico a la tasa de interés, según resultado del mismo estudio de Charles Frank. Esta elasticidad fue de 1,82 que se puede considerar alta. Sin embargo, hay que considerar que la ecuación utilizada solo incluía, como variables explicativas, el ingreso disponible y la expectativa sobre tasas reales de interés (6). Se excluyó, por lo tanto, el efecto de los componentes

del ahorro de familias como lo son: ahorro contractual, forzoso y voluntario.

El ahorro financiero voluntario parece ser elástico a la tasa de interés, pero los demás dependen de la legislación. No hay información disponible

(6) Esta variable no es medible directamente, por lo que se definió en función de la tasa nominal de interés menos expectativas sobre tasas de inflación.



sobre la incidencia de la legislación en el ahorro contractual y forzoso de las familias.

Aun en el caso de que el ahorro forzoso y contractual fueran muy pequeños, la experiencia de Corea demuestra que el aumento de las tasas de interés sobre los depósitos bancarios tuvo un solo impacto sobre su crecimiento en términos reales y no financieros, como se puede observar en el gráfico y en el cuadro 2. Entre 1966 y 1970 se mantuvo constante, para luego descender nuevamente en 1971.

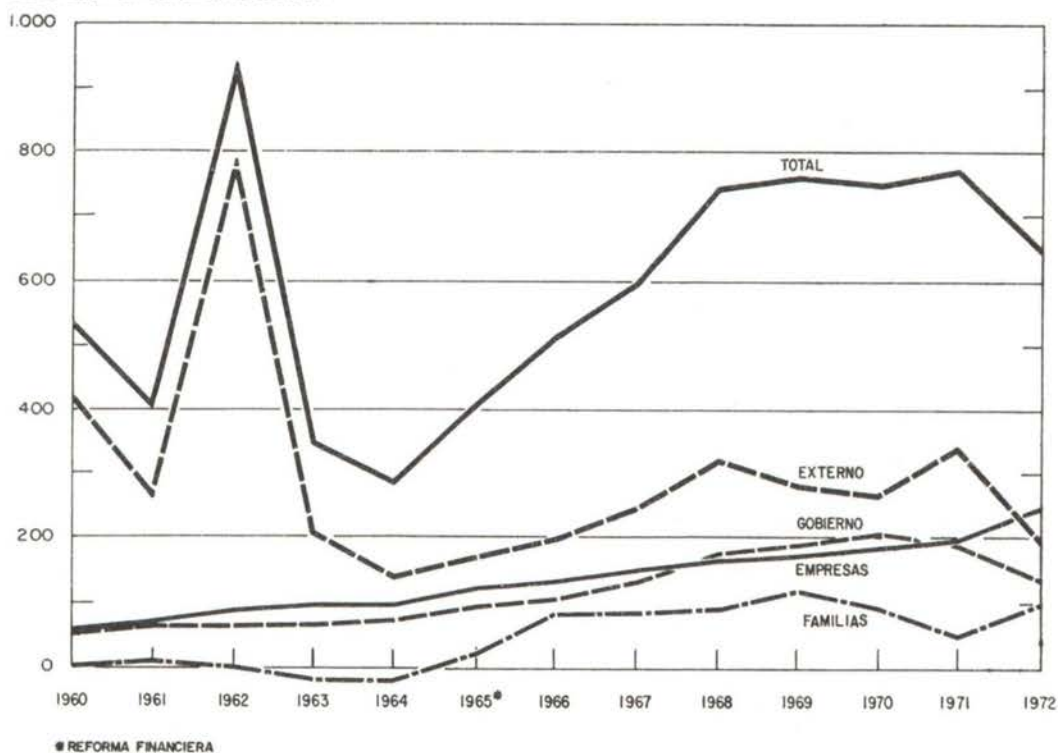
Es curioso que a pesar de la reducción impuesta en las tasas de interés en agosto de 1972, con la

promulgación del decreto sobre "Emergencia para la Estabilización Económica", el ahorro de familias en términos reales aumentara nuevamente.

El ahorro del gobierno es el resultado de la política fiscal y es neutro a la tasa de interés. Hay países en donde el déficit fiscal es permanentemente alto. Su financiamiento en el mercado de capitales induce al gobierno a implantar una política de tasas de interés bajas, con el fin de mantener bajo el costo de dicho financiamiento. Esta es una política financiera negativa, ya que no cumple ninguno de los objetivos de dicha política, tal como fueron definidos al comienzo de este análisis.

### COREA: COMPOSICION DEL AHORRO

BILLONES; WON CONSTANTES DE 1970



"La reforma de 1965 no tuvo como meta la reducción de la tasa de inflación; más bien las tasas nominales de interés altas y las devaluaciones frecuentes compensaban el nivel alto de inflación" (7).

Las razones del rápido crecimiento de la economía de Corea, según Frank, se deben a los siguientes factores:

- El flujo masivo de recursos externos.
- El ahorro del gobierno se mantuvo alto, con el fin de financiar la inversión en infraestructura de la economía.
- Las utilidades de las empresas se podían mantener en un nivel alto, por la protección a la in-

dustria nacional (8) la promoción de exportaciones con financiamiento subsidiado y el bajo poder de negociación del sector laboral, con lo cual las empresas podían autofinanciar su inversión.

d) Reducción del desempleo mediante un programa drástico de reforma agraria, que a su vez trajo como resultado un aumento significativo en la producción agropecuaria y en el autoabastecimiento del consumo interno. Este modelo de reforma agraria es difícilmente duplicable en otros países, ya que

(7) Frank, C. op. cit. p. 90 provisional.

(8) Altos aranceles y exenciones tributarias.

los mayores terratenientes eran japoneses, los que con una campaña nacionalista fueron despojados de los latifundios improductivos y otorgados a campesinos coreanos.

#### Reforma financiera de agosto de 1972

a) La reforma de 1972 tuvo como principal objetivo el de reducir la tasa de inflación. Se redujeron las tasas de interés sobre depósitos bancarios (ver cuadro 1) de un promedio del 16,8% a 12% anual.

Las tasas sobre préstamos se redujeron de un promedio del 19% a un 15,5% anual, y la de descuento del 19% al 11% anual.

b) Se refinanció la cartera de los bancos para reemplazar los créditos a corto plazo con tasas de interés altas, por créditos a largo plazo y tasas más bajas, mediante un crédito de 200 billones de won (9) del Banco Central a los bancos comerciales.

c) Se autorizaron tasas aceleradas de depreciación para los activos de empresas, con el fin de incentivar la recapitalización.

CUADRO 2

Corea: composición porcentual del ahorro real

	Gobierno	Empresas	Familias	Ahorro externo	Ahorros totales	Relación ahorro/PNB
1960 .....	10.3	11.3	0.1	78.3	100.0	10.9
1961 .....	16.5	17.0	1.3	65.2	100.0	13.0
1962 .....	7.1	9.4	0.1	83.4	100.0	13.1
1963 .....	19.1	27.9	-5.0	58.0	100.0	18.4
1964 .....	24.8	33.3	-6.2	48.1	100.0	14.5
1965 .....	23.1	29.2	5.5	42.2	100.0	15.2
1966 .....	20.2	25.1	15.7	39.0	100.0	21.8
1967 .....	21.5	24.3	13.9	40.2	100.0	22.9
1968 .....	23.6	21.7	11.6	43.1	100.0	26.7
1969 .....	24.5	23.3	15.3	36.9	100.0	29.8
1970 .....	27.6	24.5	12.4	35.4	100.0	27.1
1971 .....	24.7	24.9	6.4	44.0	100.0	25.4
1972 .....	20.5	37.3	15.4	26.7	100.0	21.0

Fuente: Frank, C. et. al "Foreign Trade Regimes and Economic Development — Korea" NBER, Columbia University Press, a publicarse 1975. Tomado de cuadros 7-4 y 11-4.

d) Se eliminó la devaluación periódica. Los altos pasivos con el exterior, cuyo costo para las empresas se hacía cada vez más alto, se refinanciaron, absorbiendo el gobierno parte del costo y autorizando períodos más largos de amortización en moneda nacional.

e) Se mantuvo la estrategia de promoción de exportaciones con las mismas políticas sobre subsidios.

Se impuso como meta una reducción en la tasa de inflación de más del 15% anual, a un 3% anual. (Durante 1973, el aumento del nivel de precios al por mayor fue del 11%. Hay que tener en cuenta que el precio de los combustibles aumentó significativamente durante ese año, lo mismo que los precios de granos y materias primas).

El Producto Interno Bruto creció en un 17% durante 1973 y las exportaciones crecieron en más de un 100% sobre 1972.

#### Conclusiones

Una política financiera debe ser parte de los instrumentos de la política económica general de un

país. No se puede diseñar una política financiera aislada. Como se puede observar en el caso de Corea, el éxito de su desarrollo no se puede asignar a su política financiera exclusivamente. Fue el resultado de medidas en todos los sectores y especialmente de políticas de desarrollo para los sectores productivos (recursos externos para la capitalización del país; reforma agraria para aumentar la producción agropecuaria y reducir el desempleo; la promoción de exportaciones).

En lo que respecta a las políticas de tasas de interés, estas se aumentaron para captar más ahorros. Su objetivo no era el de reducir el ritmo inflacionario como se explicó, y además la reforma de 1972 lo demostró.

Una política de tasas de interés debe cumplir con los objetivos de mantener un equilibrio entre aumento de ahorros y el desarrollo de una política de crédito hacia sectores productivos.

(9) 400 won equivalen a un dólar de los Estados Unidos. Este crédito equivalía a US\$ 50 millones.